

Octobre 2009

1. Etats-Unis: phases d'optimisme et de pessimisme vont se succéder

Au 3^{ème} trimestre, l'activité a nettement renoué avec la croissance, tournant ainsi le dos à la récession. Plus étonnant, cette reprise est large, touchant tant la consommation que les investissements des entreprises, les exportations et la construction résidentielle.

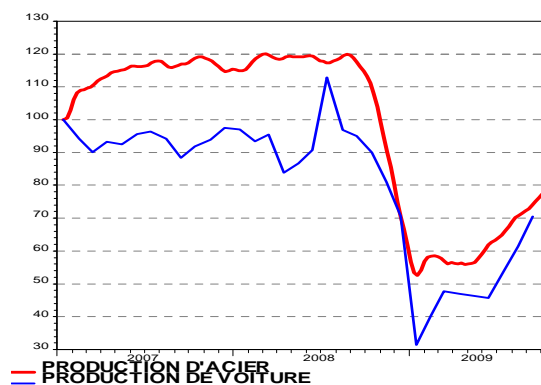
Les scénarios très noirs, qui tablaient notamment sur une poursuite de la chute des investissements des particuliers et des entreprises pendant encore pas mal de temps, sont donc battus en brèche. La remontée des prix immobiliers résidentiels (et cela 3 mois consécutivement) rejette aussi une autre idée de base de ces scénarios ('tant que les prix immobiliers chutent, il n'y aura pas de reprise de l'économie et ces prix chuteront encore jusqu'à mi-2010' disait-on).

Nous continuons à tabler sur une reprise lente de l'économie. Les ménages, durement secoués par la crise (saisies immobilières en cascade; chute de la valeur de leur patrimoine immobilier et financier; montée du chômage), ont probablement tiré les leçons de la crise. Ils pourraient revoir leurs habitudes en se montrant désormais réservé face à l'usage du crédit et en continuant à renforcer leur épargne. De plus la remise en ordre des finances publiques débouchera sur des mesures d'austérité.

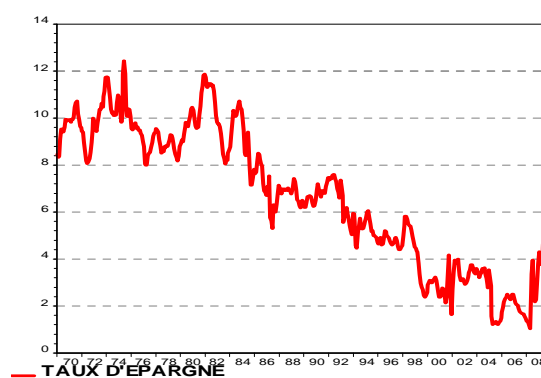
Notons que la reprise ne sera pas régulière: après un très bon trimestre (PIB progressant de 3% à 4%), on pourrait observer un PIB moins bon (PIB progressant de 1% ou même légèrement négatif par ex). Les phases de pessimisme et d'optimisme vont en effet se succéder; c'est d'ailleurs l'apanage d'une phase de reprise lente de la conjoncture. Après une contraction de 2,6% en 2009, le PIB progressera de 2% en 2010, ce qui est franchement mauvais, car l'expansion démographique s'élève à environ 1% par an mais aussi parce que traditionnellement une récession est suivie par une forte reprise de l'économie, ce qui ne sera pas le cas.

Entre septembre 2008 et septembre 2009, les prix à la consommation ont baissé de 1,3%. A l'origine de cette baisse, il y a avant tout l'effondrement des prix pétroliers à l'automne 2008. De plus les entreprises ont réagi à la chute de leurs bénéfices par une réduction drastique de leurs coûts. Le taux d'inflation redeviendra supérieur à 0% d'ici la fin de l'année (par la disparition d'ici là de l'effet de base lié à l'effondrement des prix pétroliers au 2^{ème} semestre 2008). Le bond récent des prix pétroliers et des matières premières s'opposera aux tendances déflationnistes. En définitive, le taux d'inflation passera de 3,8% en 2008, à -0,4% en 2009 et à 1,7% en 2010.

USA: production dans les secteurs de l'acier (moyenne mobile 4 semaines) et de l'automobile (indice janvier 2007 = 100)



USA: ménages: taux d'épargne (moyenne mobile 3 mois)



Etats-Unis: prévisions de croissance du PIB par composants (croissance à un an)

	2008	2009	2010
PIB	0,4	-2,6	2,0
Consommation privée	-0,3	-0,7	1,4
Investissements des entreprises	1,6	-18,2	-1,3
Construction résidentielle	-22,9	-23,3	-1,7
Exportations	5,4	-12,3	1,6
Importations	-3,2	-16,4	1,4
Taux d'inflation	3,8	-0,4	1,7
Bal. opér. courantes (% PIB)	-4,9	-3,1	-3,8
Solde budgétaire (% PIB)	-4,7	-9,5	-8,4
Taux d'épargne des ménages	2,6	3,9	4,0

2. Zone euro: une production industrielle étonnamment forte

Après un petit repli accusé au deuxième trimestre (-0,2% sur une base trimestrielle), l'économie de la zone euro a renoué avec la croissance au troisième trimestre, une reprise qui est censée sonner le glas de la récession.

Depuis avril, l'indicateur du sentiment économique, qui traduit à la fois la confiance des consommateurs et des entreprises et constitue un bon indice avancé de l'évolution du PIB, a grimpé mois après mois les échelons pour atteindre, en septembre, son plus haut niveau depuis septembre 2008.

De mois en mois, l'optimisme gagne les consommateurs. Malgré ce regain d'optimisme, ces derniers se disent encore hésitants à consentir de gros achats au cours du prochain mois, comme le révèle le tassement des ventes au détail. La résistance de la consommation privée n'est due qu'aux ventes de voitures, stimulées dans divers pays de la zone euro par les primes à la casse. L'an prochain, ces primes ne seront pas renouvelées partout (c'est déjà le cas en Allemagne où elles n'ont pas été prolongées) ou seront rabotées (comme en France), ce qui devrait donner lieu à un tassement des ventes automobiles au cours des premiers mois de 2010.

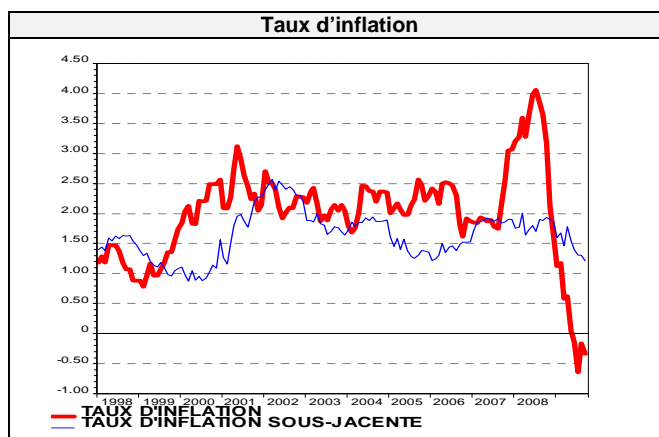
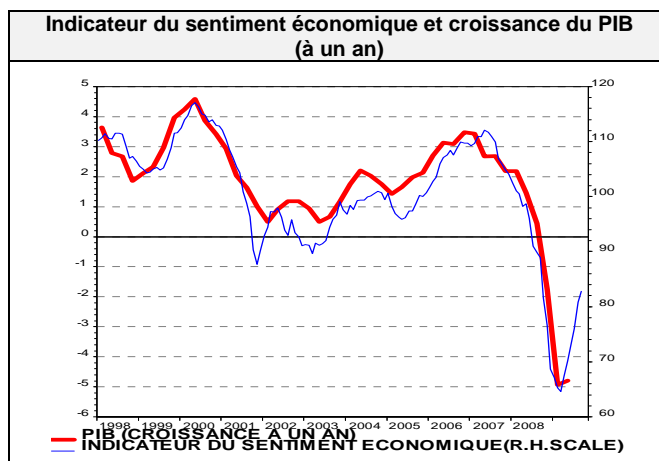
L'an prochain, la progression du chômage, les efforts consentis pour combler le déficit des finances publiques et la suppression des incitants comme la prime à la casse sont autant d'éléments qui devraient brider la croissance de la consommation privée.

La confiance des chefs d'entreprise revient grâce à l'amélioration de la production industrielle et des commandes.

L'indice de confiance des directeurs d'achats confirme ce revirement positif.

À court terme, cela ne suffira toutefois pas à inciter les entreprises à investir. Leurs capacités de production sont encore loin d'être occupées à 100% et les perspectives économiques restent incertaines (cf. hausse récente du prix des matières premières et appréciation de l'euro). Les problèmes financiers ne sont pas encore résolus, crise du crédit oblige.

Corollaire de la baisse des prix des carburant, l'inflation a reculé, passant de -0,17% en août à -0,33% en septembre. Dès novembre, nous nous attendons à retrouver un taux d'inflation positif, car la chute des prix à la consommation en novembre 2008 (-0,5% sur une base mensuelle), provoquée par l'effondrement des prix pétroliers, ne se répétera pas cette année.



Zone euro: prévisions de croissance du PIB par composants (croissance à un an)			
	2008	2009	2010
PIB	0,6	-4,0	1,4
Consommation privée	0,3	-0,7	1,1
Investissements	-0,6	-9,8	1,6
Exportations	1,0	-15,3	2,0
Importations	1,0	-12,8	2,5
Taux d'inflation	3,3	0,2	1,1
Bal. opér. courantes (% PIB)	-1,1	-1,3	-1,0

3. Matières premières: nouvelle ruée vers l'or noir

Après avoir atteint la barre des 75 dollars le 5 août, le prix du pétrole (Brent) est revenu à 65 dollars environ durant la dernière semaine de septembre. Cependant, à partir du 30 septembre, le prix de l'or noir s'est à nouveau envolé.

La demande, l'offre et les stocks ne justifient pourtant pas une telle montée du prix du baril.

Aux États-Unis, les stocks commerciaux sont encore plus importants qu'il y a un an. Les réserves stratégiques, qui ont plus que doublé, atteignent même un niveau record.

Début octobre, les stocks de produits raffinés (diesel, mazout) ont atteint leur plafond historique depuis janvier 1983. Ils pourront sans difficulté permettre de faire face à la demande croissante de combustibles durant les mois d'hiver.

Cette année, la saison des ouragans dans le golfe du Mexique, qui touche à sa fin en novembre, a été plutôt calme. Elle a passé sans heurts son apogée (septembre). Un important facteur de risque haussier des prix sera donc bientôt gommé.

Au niveau mondial, depuis juin, la demande de pétrole brut s'oriente à la hausse. L'offre ne s'est pas alignée sur cette tendance et est restée relativement stable ces derniers mois. Les producteurs de pétrole disposent d'une capacité suffisante pour extraire plus de brut, mais veulent d'abord écouler leurs stocks élevés.

L'an prochain, la demande mondiale d'or noir va augmenter (+1,8% selon l'Agence internationale de l'Énergie), mais la progression ne suffira pas à neutraliser la baisse enregistrée cette année (-2%). En outre, l'OPEP dispose encore d'une capacité tampon nettement plus confortable que les années précédentes (6,1 millions de barils par jour actuellement, contre 1,5 million de barils il y a cinq ans). L'an prochain, on ne devrait donc pas manquer de pétrole.

Comment les prix pétroliers vont-ils se comporter ?

À l'approche de l'hiver dans l'hémisphère nord, la demande de pétrole brut va repartir à la hausse et soutiendra les prix.

En 2010, la relance de l'économie mondiale va stimuler la demande de matières premières, ce qui devrait entraîner leur prix à la hausse. L'an prochain, le pétrole brut devrait donc être plus cher que cette année.

Cependant, une hausse de prix exagérée, comme celle intervenue au premier semestre 2008, est peu vraisemblable. Le prix actuel des matières premières tient déjà largement compte de l'accélération de l'économie. Il y a néanmoins un risque que la réalité économique ne soit pas aussi réjouissante que ce que les marchés financiers voudraient bien croire. Le prix des matières premières devrait donc se tasser temporairement.

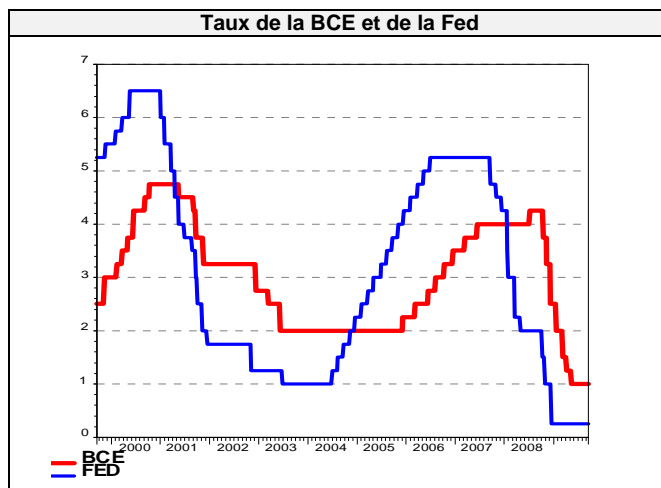
Comme nous l'avons dit précédemment, l'augmentation de la demande de pétrole ne devrait pas être trop marquée. Les importants stocks pétroliers et la capacité tampon dont disposent les pays de l'OPEP permettront d'éviter une flambée des prix pétroliers.

Enfin, le billet vert devrait reprendre vigueur, ce qui est de nature à décourager la spéculation sur le marché de matières premières.

4. Taux à court terme

À l'issue de sa réunion du 23 septembre, la **Fed** a confirmé qu'elle gardera son taux directeur à un niveau exceptionnellement bas pour un certain temps. La banque centrale américaine reconnaît que la récession est terminée. Elle juge cependant qu'il est trop tôt pour réduire sa politique monétaire hyper-accommodante. En effet la reprise n'est qu'à ses premiers pas et le taux de chômage, auquel elle est très sensible, continue à grimper, ce qui fragilise la reprise. En fait la Fed attend qu'elle soit certaine que la reprise soit bien engagée avant de relever son taux directeur.

Il n'empêche que la Fed se trouvera devant la tâche délicate de mettre fin à sa politique monétaire hyper-stimulante et de revenir à un fonctionnement normal des activités d'une banque centrale. Pour ce faire, elle procédera probablement en 2 étapes. D'ici quelques mois, elle réduira ses injections massives de liquidités et ses achats de titres obligataires. Le débat, concernant la poursuite des mesures non conventionnelles, s'est récemment intensifié. Soulignons que la Fed semble divisée sur ce sujet. Elle agira en douceur, car réduire prématurément et brutalement ces achats pourrait provoquer une montée des taux obligataires malvenue. Ensuite elle relèvera son taux directeur.



Lors de sa réunion de début octobre, la **BCE** a jugé que la reprise est trop récente et que les incertitudes demeurent élevées, ce qui l'incite à la prudence. Il est donc largement prématuré de modifier sa politique hyper-accommodante. Cela risque en effet de tuer la reprise naissante. C'est pourquoi elle a réaffirmé que le niveau de son taux directeur (à 1% actuellement) est approprié, ce qui signifie qu'elle ne relèvera pas ce taux durant les prochains mois.

En accordant très généreusement des liquidités (notamment pour des échéances à 1 an), la BCE a poussé les taux interbancaires en dessous de son taux directeur. On peut donc se demander si elle n'a pas procédé à une réduction déguisée de son taux directeur. Cela lui offre la possibilité ultérieure de pousser les taux interbancaires vers le haut sans toucher à son taux directeur et sans donc faire de bruit.

Avant de relever son taux directeur (à 1% actuellement), la BCE poussera d'abord les taux interbancaires au dessus de son taux directeur (soit de 1%) en accordant moins généreusement des liquidités. Cela se fera probablement en douceur. Ensuite lorsqu'elle sera certaine que l'économie est sortie du tunnel, elle relèvera son taux directeur.

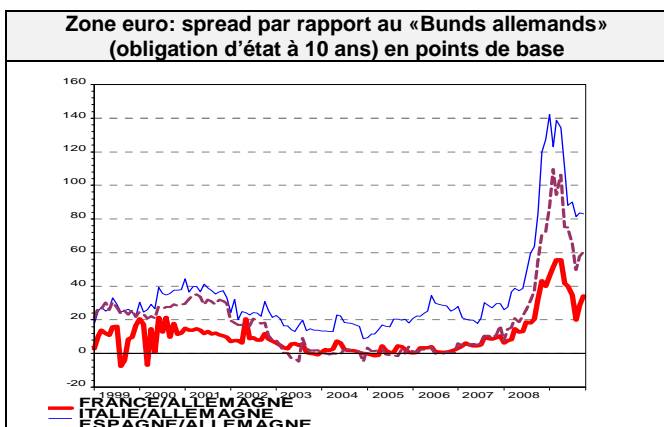
5. Taux à long terme

Durant l'été, le **taux des IRS américain à 10 ans** a arrêté son mouvement ascendant; il est descendu de 4,15% atteint le 7 août à 3,32% le 1er octobre. En fait les marchés étaient rassurés par les propos de la Fed: un taux directeur proche de 0% subsistera encore pour une assez longue période. De plus les espoirs de reprise en V ont été démentis par les indicateurs.

Depuis lors ce taux est remonté à 3,50% le 21 octobre, des propos récents de dirigeants de la Fed, bien que prudents, ayant semé le doute sur le marché obligataire quant à leurs intentions. Les marchés croient un peu moins dur comme fer que la Fed laissera ses taux à un niveau très bas pour une longue période. La montée des bourses a aussi contribué à cette hausse.

Durant les 12 prochains mois, il ne faut pas s'attendre à une envolée des taux. En effet la reprise de l'économie sera peu enthousiasmante et l'inflation restera sous contrôle. Par contre la méfiance des investisseurs internationaux (dont les banques centrales d'Asie) envers le dollar et envers les obligations américaines pourrait exercer une certaine pression haussière sur les taux.

Depuis un an, les taux obligataires sont très volatils. Cette volatilité persistera, car la reprise de l'économie sera chaotique et les phases d'optimisme et de pessimisme vont donc se succéder.



Durant l'été, le **taux des IRS à 10 ans européen** a suivi le repli de son correspondant américain. Il est ainsi retombé de 3,84% le 11 juin à 3,48% le 21 octobre. Le marché a été aussi rassuré par les propos accommodants de la BCE malgré les signes de plus en plus nombreux d'un redémarrage plus vite qu'attendu de la conjoncture.

Soulignons que le taux des IRS à 10 ans fluctue dans une fourchette étroite (3,38% / 3,85%) depuis mi-mars. Il est donc nettement moins volatil que de son correspondant américain.

Durant les 12 prochains mois, le taux des IRS devrait fluctuer légèrement au gré des vagues d'optimisme et de pessimisme qui vont se succéder. Il sera cependant l'objet d'une légère tendance haussière.

6. Marchés des changes: l'euro a de nouveau le vent en poupe

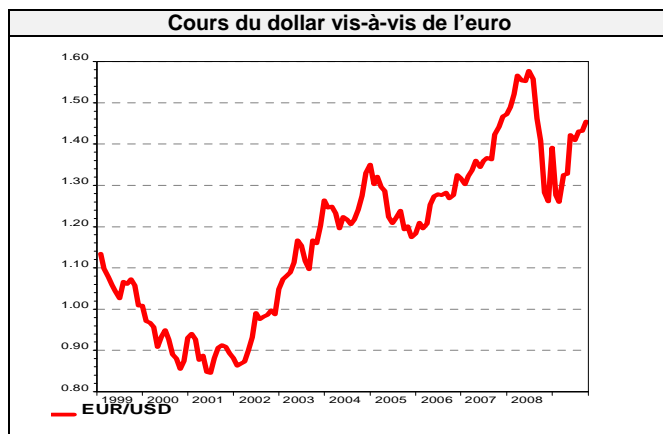
Depuis mars, la devise européenne s'est orientée à la hausse par rapport au dollar.

À court terme, le dollar peut continuer à perdre de sa vigueur vis-à-vis de l'euro, quand on sait que les chiffres de croissance économique encourageants du troisième trimestre vont susciter un regain d'optimisme quant à l'évolution de l'économie mondiale.

Pourtant, l'euro n'atteindra vraisemblablement pas son record historique de l'été 2008 (1,6038 EUR/USD). Ces dernières semaines, le président de la BCE, M. Trichet, n'a pas cessé de marteler son inquiétude quant à l'affaiblissement du billet vert. Un euro trop fort hypothèque en effet les exportations et l'expansion économique de la zone euro et sape ainsi la politique monétaire stimulante de la BCE. Les pays, qui disposent d'importantes réserves en dollars (Chine, Japon, Russie), n'ont pas intérêt à voir s'effondrer la devise américaine.

En 2010, le billet vert devrait selon nous s'apprécier progressivement par rapport à l'euro.

Tant la BCE que la FED relèveront leur taux directeur. Mais les taux à long terme augmenteront plus aux États-Unis que dans la zone euro. Par ailleurs, en 2010, la croissance économique américaine sera plus soutenue que celle de la zone euro. Si la croissance de l'économie mondiale venait à rester inférieure aux attentes des marchés financiers, le dollar pourrait redevenir une valeur refuge plus attrayante. Cependant les déficits plus lourds du budget et de la balance des opérations courantes américains (par rapport à la zone euro) limiteront l'appréciation du dollar par rapport à l'euro.



Achevé de rédiger le 21 octobre 2009.

Rédaction: Jacques De Pover, Stefan Farkas.

Editeur responsable: Frank Lierman – Spaanse Kroonlaan, 27 – 3000 Leuven.

Directeur de la Publication: Pascal Poupelle – Directeur de la publication – 1 passerelle des Reflets – La Défense 2 – TSA 92002 – 92919 LA DEFENSE Cedex

La reproduction d'éléments de cette publication est autorisée avec mention de la source. Les informations qui y figurent sont données à titre purement documentaire et ne peuvent engager notre responsabilité.